



TRANSMISI KEBIJAKAN MONETER JALUR PEMBIAYAAN BANK SYARIAH DI INDONESIA

Imronjana Syapriatama

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peran bank syariah dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter jalur pembiayaan di Indonesia periode Januari 2014 sampai Desember 2016 dengan menggunakan metode *Vector Error Correctio Model*. Variabel yang mewakili bank syariah adalah Dana Pihak Ketiga (DPK) dan Pembiayaan Yang Diberikan (FIN). Variabel yang mewakili kebijakan moneter adalah bonus Sertifikat Bank Indonesi Syariah (SBIS) dan sasaran akhir transmisi menggunakan proksi *Industrial production Index* (pertumbuhan ekonomi bulanan). Hasil estimasi menunjukkan bahwa kebijakan moneter syariah dan bank syariah berpengaruh signifikan terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi. Namun, hasil estimasi juga memberikan indikasi bahwa jumlah cadangan uang bank syariah tidak dipengaruhi oleh perubahan kebijakan moneter Bank Indonesia.

Kata Kunci: *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter, Jalur pembiayaan, VECM*

Abstract

This research aims to examine the role of Sharia Banks on the financing channel monetary transmission mechanism in Indonesia. Using data from January 2014 – December 2016, this study applies Vector Error Correction Model (VECM). Variables that represent sharia banking are third party fund (DPK) dan financing (FIN). Variable that represents monetary policy is rate of Central Bank Sharia Certificate (SBIS) and monthly economic growth proxied by Industrial production Index (IPI). This research shows that monetary policy and sharia bank have significant influence toward the economic growth, while monetary policy has no impact to sharia bank reserves. This result indicates that sharia banks are not affected to the changes of Bank Indonesia monetary policy.

Keywords: *Monetary Transmission Mechanism, Financing Channel, VAR*



A. PENDAHULUAN

Kebijakan moneter merupakan suatu keistimewaan yang digunakan oleh bank sentral untuk mencapai tujuan-tujuan ekonomi makro seperti pertumbuhan ekonomi, stabilitas harga, dan pengangguran yang rendah. Namun, tidak dapat dipungkiri bahwa implementasi suatu kebijakan dapat berpotensi menghasilkan konsekuensi-konsekuensi yang tidak diekspektasikan (Mishkin, 1995). Oleh karena itu, otoritas moneter harus memiliki pemahaman serta penilaian yang akurat mengenai mekanisme transmisi moneter agar target-target ekonomi makro dapat tercapai. Kebijakan moneter islam (syariah) tidak menggunakan instrumen suku bunga seperti yang dilakukan kebijakan moneter konvensional karena suku bunga disamakan dengan *riba* (Fatwa MUI no 1, 2004) sehingga suku bunga diganti dengan instrumen lain seperti bagi hasil, bonus, dan *fee* (Ascarya, 2012). Pelarangan aktivitas yang mengandung suku bunga tidak hanya didasarkan pada teori ekonomi melainkan adanya alasan lain yang bersumber dari aspek religius dimana suku bunga dianggap sebagai tindakan yang tidak adil (Khan & Mirakhor, 1994).

Bank Indonesia (bank sentral) menerapkan kebijakan moneter ganda yang bertujuan untuk memperlancar aliran dana publik untuk mendorong aktivitas pembiayaan pada berbagai sektor usaha baik secara konvensional maupun secara syariah. Regulasi perbankan ganda di Indonesia ditetapkan

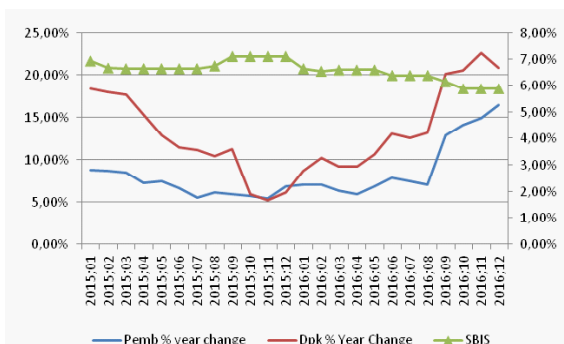
pada tahun 1998 yang ditandai dengan dikeluarkannya Undang-Undang (UU) Perbankan tahun 1998 dan dilanjutkan dengan penetapan UU Perbankan tahun 1999 yang memberikan Bank Indonesia wewenang sebagai otoritas moneter untuk menjalankan kebijakan moneter ganda yakni konvensional dan syariah. Jembatan yang menghubungkan antara kebijakan moneter dengan sasaran akhirnya disebut dengan Transmisi Kebijakan Moneter yang mekanismenya dapat ditransmisikan melalui beberapa jalur (*channel*), salah satunya adalah jalur pinjaman atau pembiayaan bank. Jalur pembiayaan bank menyoroti peran perbankan dalam menghubungkan kebijakan moneter dengan aktivitas ekonomi. Pada jalur ini, bank sentral mempengaruhi perekonomian dengan cara mengontrol jumlah cadangan uang di perbankan. Cara ini dilakukan melalui operasi pasar terbuka, baik operasi pasar absorpsi maupun injeksi.

Di Indonesia, salah satu instrumen operasi moneter syariah adalah dengan menerbitkan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). SBIS menggunakan akad *Ju'alah* yakni janji atau komitmen untuk memberikan imbalan tertentu atas pencapaian hasil yang ditentukan dari suatu pekerjaan. Bank Indonesia bertindak sebagai *Ja'il* (pihak yang berjanji) dan bank syariah bertindak sebagai *Maj'ul lah* (pihak yang melaksanakan *Ju'alah*) (Fatwa DSN no 62, 2007). *Underlying Ju'alah* adalah partisipasi bank syariah dalam pengendalian moneter melalui penyerapan likuiditas dan



menempatkannya di Bank Indonesia dalam jumlah dan waktu tertentu (Fatwa DSN no 64, 2007). SBIS yang diterbitkan bertujuan untuk mengontrol tingkat permintaan serta penawaran uang di pasar uang bank syariah sehingga berpengaruh pada jumlah cadangan uang di bank syariah. Perubahan jumlah cadangan uang ini kemudian berdampak pada perubahan jumlah pembiayaan baru yang disalurkan oleh bank ke sektor riil. SBIS merupakan proksi kebijakan moneter syariah yang umum digunakan dalam beberapa studi terkait, seperti yang dilakukan oleh Sanrego dan Rusydiana (2013), Bayuni dan Ascarya (2010), Ayuniyyah et al (2010), dan Ayuniyyah et al (2013) walaupun ada juga beberapa penelitian yang menggunakan proksi Pasar Uang Antarbank Syariah seperti yang dilakukan oleh Sukmana (2015), Ascarya (2012), dan Herianingrum & Syapriatama (2016).

Gambar 1. Perkembangan DPK, Pembiayaan Yang Diberikan, dan SBIS



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan

Fokus sasaran akhir transmisi kebijakan moneter pada studi-studi terkait adalah tingkat output yang direpresentasikan oleh pertumbuhan ekonomi. Tingkat output yang dihasilkan tidak lepas dari dukungan sektor

finansial yang menyalurkan pembiayaan ke dalam sirkulasi. Perkembangan bank syariah (bank umum syariah dan unit usaha syariah) di Indonesia pada tahun 2016 menunjukkan adanya peningkatan persentase Dana Pihak Ketiga (DPK) dan Pembiayaan Yang Diberikan (Grafik 1). Pada tahun 2016, DPK bank syariah berjumlah Rp279,33 Triliun atau mengalami pertumbuhan sebesar 20,83% dibandingkan tahun 2015. Sementara itu, pada tahun 2015, DPK bank syariah tumbuh sebesar 6,11% yang tercatat sebesar Rp231,17 Triliun. Mengikuti pertumbuhan DPK, jumlah pembiayaan bank syariah pada tahun 2016 tumbuh sebesar 16,44% dibandingkan tahun 2015. Sementara pada tahun 2015, pembiayaan bank syariah berjumlah Rp Rp212,96 Triliun atau tumbuh 6,85% dibandingkan tahun sebelumnya. Di sisi lain, sepanjang tahun 2016, tingkat bonus SBIS memiliki kecenderungan yang menurun (Grafik 1) dengan bonus tertinggi sebesar 6,65% dan terendah sebesar 5,9%. Sedangkan pada tahun sebelumnya, bonus tertinggi mencapai sebesar 7,1% pada tahun 2015 dan 7,23% pada tahun 2014. Hal ini mengindikasikan adanya pelanggaran kebijakan moneter oleh Bank Indonesia.

Penelitian ini didasarkan pada konsep jalur pembiayaan bank syariah yang bertujuan untuk menganalisis peran perbankan syariah dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia. Kasus ini menjadi fokus dalam penelitian karena otoritas moneter Indonesia telah menjalankan kebijakan moneter



ganda, sehingga perlu untuk dianalisis bagaimana peran sektor perbankan syariah dalam menjembatani kebijakan moneter syariah dengan sasaran akhir kebijakan. Bagian kedua dari penelitian ini membahas studi literatur, bagian ketigamembahasmetodologi,kemudian bagian selanjutnya membahas hasil, dan kesimpulan akan ditampilkan pada bagian terakhir.

B. STUDI LITERATUR

Jalur pinjaman/pembiayaan didasarkan pada asumsi bahwa tidak semua simpanan masyarakat dalam bentuk uang beredar (M1, M2) akan disalurkan sebagai pinjaman kepada dunia usaha oleh perbankan. Dengan kata lain, fungsi intermediasi perbankan tidak selalu berjalan normal, dalam arti bahwa kenaikan simpanan masyarakat tidak selalu diikuti dengan kenaikan secara proporsional pada pinjaman yang disalurkan oleh perbankan. Oleh karena itu, yang lebih berpengaruh terhadap sektor riil ekonomi adalah pinjaman perbankan dan bukanlah simpanan masyarakat yang tercermin dalam jumlah uang beredar (Warjiyo, 2004). Penelitian-penelitian empiris kemudian dilakukan oleh para peneliti yang secara khususbertujuan untuk menganalisis peran perbankan syariah dalam proses transmisi kebijakan moneter. Penelitian yang dilakukan oleh Sukmana dan Kassim (2010)menganalisa peran bank Islam dalam proses transmisi kebijakan moneter di Malaysia. Penelitian ini menganalisa relevansi dari tingkat deposito dan pembiayaan

bank Islam dalam menghubungkan kebijakan moneter dengan sektor riil. Penelitian menggunakan metode *Vector Autoregression* (VAR) dengan periode peneltiandari Januari 1994 sampai Mei 2007. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa bank Islam berperan penting dalam proses transmisi moneter di Malaysia. Hasil ini didasari oleh temuan yang menunjukkan bahwa variabel deposito secara signifikan dipengaruhi oleh kebijakan moneter dan signifikansi variabel pembiayaan terhadap tingkat output.

Kiaee (2007), dalam studi kasusnya di Iran, menyebutkan bahwa bank sentral di berbagai negara Islam tidak selalu mengikuti dasar konseptual moneter Islam yang menyebutkan bahwa manajemen moneter Islam menggunakan instrumen agregat moneter. Bank sentral di berbagai negara islam juga menggunakan pendekatan harga dengan instrumen bagi hasil, contohnya adalah penerbitan sertifikat Musharakah oleh bank sentral Iran. Setifikat Musharakah yang dijual ke publik akan memberi kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam proyek investasi yang kemudian dapat mempengaruhi variabel-variabel ekonomi makro. Intrumen lain dari kebijakan bank sentral Iran adalah kemampuan untuk mengontrol *profit rate* bank komersil, baik *fixed rate contracts* (Murabahah dan Ijarah) maupun *expected profit rate* (Musharakah). Ketika bank sentral ingin melakukan kebijakan moneter ekspansif maka bank sentral akan menurunkan *profit rate* bank



komersil dan mengurangi minat masyarakat untuk menyimpan uangnya dalam deposito.

Hasin dan Majid (2015) meneliti tentang peran perbankan Islam dalam transmisi kebijakan moneter di Malaysia periode 1991:Q1 – 2010:Q4 dengan menggunakan metode ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*). Penelitian tersebut menggunakan variabel ONR (*interbank overnight rate*) atau *rate* pasar uang antar bank sebagai representasi kebijakan moneter. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat eksistensi jalur pembiayaan bank Islam dalam transmisi moneter di Malaysia. GDP dan pembiayaan Islam memiliki hubungan dua arah (*bi-directional*) yakni pembiayaan Islam dapat meningkatkan GDP, begitu pula sebaliknya. Penelitian juga menunjukkan bahwa bank Islam dalam sistem *dual-banking* tidak dapat lepas dari pengaruh suku bunga. Ketika suku bunga naik maka akan berpengaruh pada turunnya tingkat pembiayaan bank Islam. Oleh karena itu, kebijakan moneter ketat akan menurunkan kuantitas pembiayaan bank Islam sehingga menyebabkan penurunan aktivitas ekonomi.

Ascarya (2012) menyebutkan bahwa jalur transmisi syariah belum pernah dikaji secara teoritis sehingga, untuk sementara, diadopsi konsep moneter konvensional dengan modifikasi yang setara. Hal ini didasari oleh *setting* institusi keuangan Islam kontemporer tidak jauh berbeda dengan *setting* institusi keuangan konvensional sehingga, diluar dari faktor suku bunga,

instrumen kebijakan moneter islam memiliki kemiripan dengan instrumen kebijakan moneter konvensional.

C. Metodologi

1. Data Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peran bank syariah dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia periode Januari 2014 sampai Desember 2016. Perbankan syariah direpresentasikan oleh variabel Dana Pihak Ketiga (DPK) dan pembiayaan yang diberikan oleh bank syariah sedangkan kebijakan moneter menggunakan proksi tingkat bonus Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). Sementara itu, variabel IPI (*Industrial production Index*) digunakan sebagai proksi pertumbuhan ekonomi karena penelitian menggunakan data bulanan. IPI merupakan indikator makroekonomi yang penting untuk memonitor progres dan fluktuasi dari produksi sektor industri (Rosidi, 2000). Seluruh variabel ditransformasikan dalam bentuk logaritma natural (Ln) kecuali SBIS karena telah berbentuk persen (%).

Table 1. Variable penelitian

Variabel	Deskripsi	Sumber Data
DPK	Dana Pihak Ketiga Bank Syariah	Otoritas Jasa Keuangan
FIN	Pembiayaan Bank Syariah	Otoritas Jasa Keuangan
IPI	Pertumbuhan Ekonomi	Bank Indonesia
SBIS	Sertifikat Bank Indonesia Syariah	Bank Indonesia

2. Teknik Estimasi



Penelitian menggunakan metode *Vector Autoregression* (VAR) untuk menganalisis peran bank syariah dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia. VAR merupakan teknik analisa yang dinamis dimana semua variabel dalam penelitian dianggap sebagai variabel endogen. Sims (Gujarati, 2004) menyatakan bahwa jika terdapat simultanitas antar sejumlah variabel, maka variabel variabel tersebut harus diperlakukan berdasarkan pijakan yang sama dan tidak boleh ada perbedaan antara variabel endogen dan eksogen karena semua variabel diperlakukan sebagai variabel endogen. Model autoregresi juga didefinisikan sebagai model yang mengandung *lagged dependent variable* yang digunakan sebagai variabel penjelas (independen). Model seperti ini berhubungan dengan aspek dinamis sebuah model dimana nilai suatu variabel dijelaskan oleh *lag* variabel itu sendiri.

Metode VAR memiliki suatu kesulitan dalam menginterpretasi tiap-tiap koefisien yang telah diestimasi. Berdasarkan alasan tersebut praktisi menggunakan *Impulse Response Function* (Gujarati, 2004). *Impulse Response Function* (IRF) melacak respon pada periode saat ini dan periode berikutnya dari tiap-tiap variabel akibat *shock* dari variabel tertentu. *Shock* diartikan sebagai inovasi (Enders, 2014), inovasi yang dimaksud dalam IRF adalah kejutan/ perubahan pada suatu variabel tertentu

sebesar satu standar deviasi sehingga dapat digambarkan bagaimana respon dari setiap variabel endogen terhadap perubahan dari variabel itu sendiri dan variabel endogen yang lain.

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Unit Root dan Kointegrasi

Metode VAR mengharuskan seluruh data variabel agar stasioner di tingkat level ($I(0)$) (Gujarati, 2004). Untuk persamaan regresi yang mengandung $I(1)$, maka diperlukan uji kointegrasi yang bertujuan untuk menemukan hubungan jangka panjang dalam variabel yang tidak stasioner di level. Jika tidak ditemukan kointegrasi maka estimasi tetap dapat dilakukan dengan VAR walaupun data tidak stasioner di level. Namun, jika ditemukan kointegrasi, maka perlu ditambahkan *error correction term* ke dalam model (Wooldridge, 2009) sehingga metode penelitian dikembangkan menjadi *Vector Error Correction Model* (VECM).

Tabel 2. Uji Akar Unit

Variabel	Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test		
	Level	1 st Difference	2 nd Difference
LnDPK	0.9782	0.0000***	0.0000***
LnFIN	0.9996	0.3215	0.0004***
LnIPI	0.3287	0.0000***	0.0000***
SBIS	0.9332	0.0007***	0.0000***

***signifikan di 1%, **signifikan di 5%, *signifikan di 10%

Tabel 3. Uji Kointegrasi



Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.842190	89.44943	63.87610	0.0001
At most 1	0.487371	32.21212	42.91525	0.3771
At most 2	0.246408	11.49785	25.87211	0.8453
At most 3	0.084234	2.727825	12.51798	0.9072
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.842190	57.23732	32.11832	0.0000
At most 1	0.487371	20.71427	25.82321	0.2048
At most 2	0.246408	8.770023	19.38704	0.7479
At most 3	0.084234	2.727825	12.51798	0.9072
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				

Penelitian mensyaratkan penggunaan data yang stasioner untuk menghindari munculnya regresi palsu (*spurious*). Regresi palsu dapat muncul walaupun hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang signifikan. Uji akar unit (*unit root test*) dilakukan untuk menemukan status stasioneritas dengan metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF). Hasil uji pada Tabel 2 menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian tidak stasioner di level, dimana variabel DPK, IPI, dan SBIS stasioner di *1st difference* sedangkan variabel FIN baru stasioner di *2nd difference*. Sehingga dilakukan prosedur uji selanjutnya yakni uji kointegrasi.

Kointegrasi merupakan hubungan jangka panjang atau ekuilibrium antar variabel. Persamaan regresi yang tidak menggunakan variabel stasioner tapi memiliki hubungan kointegrasi tidak akan menghasilkan regresi palsu

(Gujarati, 2004). Untuk menentukan apakah suatu persamaan memiliki hubungan kointegrasi maka dilakukan uji kointegrasi dengan metode uji *Johansen Cointegration*. Tabel 3 menunjukkan bahwa model penelitian memiliki hubungan kointegrasi yang ditunjukkan oleh *Trace Statistic* dan *Max-Eigen Statistic*, sehingga metode akan dikembangkan menjadi *Vector Error Correction Model*.

2. Hasil Estimasi VECM

Hasil estimasi menunjukkan bahwa SBIS, DPK, dan FIN berpengaruh signifikan terhadap variabel IPI (Table 4), dengan kata lain baik perbankan syariah maupun kebijakan moneter dapat mempengaruhi tingkat pertumbuhan ekonomi. Dari sisi moneter, variabel SBIS mempengaruhi IPI pada *lag* ke 2 dan ke 3. Sedangkan dari sisi perbankan, variabel DPK mempengaruhi IPI hanya pada *lag* ke 1 dan variabel FIN mempengaruhi IPI



pada *lag* ke 1 sampai *lag* ke 4. Hubungan variabel SBIS, DPK, dengan variabel FIN terhadap IPI digambarkan melalui IRF pada bawah ini (Gambar 2). Walaupun sempat kembali ke titik keseimbangan pada periode ke 4 dan ke 5, *shock* SBIS kemudian direspon negatif oleh variabel IPI dimulai dari periode ke 6 sampai

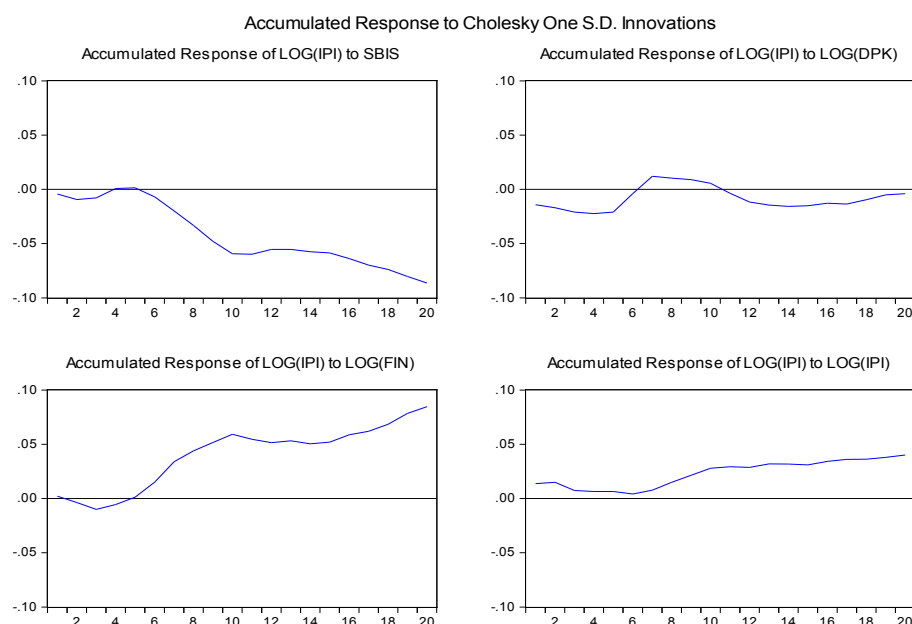
periode seterusnya, hal ini disebabkan karena fungsi SBIS sebagai penyerap likuiditas. Sedangkan *shock* FIN, setelah sebelumnya direspon negatif, kemudian mendapat respon positif oleh IPI yang dimulai pada periode ke 5 sampai periode seterusnya.

Tabel 4. Ringkasan VECM model IPI

Variabel	<i>s.e</i>	<i>t-stat</i>	Variabel	<i>s.e</i>	<i>t-stat</i>
SSBIS(-1)	0.03398	0.84487	LOG(FIN(-1))	0.81165	-3.16478***
SBIS(-2)	0.03545	1.50480*	LOG(FIN(-2))	1.00899	-2.61640***
SBIS(-3)	0.03656	2.40442**	LOG(FIN(-3))	0.88825	-1.95387**
SBIS(-4)	0.04764	0.51777	LOG(FIN(-4))	0.87135	-1.60385*
LOG(DPK(-1))	0.36121	2.96782***	LOG(IPI(-1))	0.55430	2.25045**
LOG(DPK(-2))	0.45231	1.27839	LOG(IPI(-2))	0.51058	1.42095*
LOG(DPK(-3))	0.40963	0.50818	LOG(IPI(-3))	0.36114	1.50066*
LOG(DPK(-4))	0.30986	0.12581	LOG(IPI(-4))	0.28695	0.78018

***signifikan di 1%, **signifikan di 5%, *signifikan di 10%

Gambar 2. Impulse Response Function Model IPI





Hubungan positif FIN dengan IPI menjelaskan bahwa pembiayaan bank syariah yang disalurkan ke sirkulasi dapat mendorong pertumbuhan ekonomi namun pengaruh ini tidak ditransmisikan melalui kebijakan moneter. Hasil ini ditunjukkan oleh pengaruh SBIS yang tidak signifikan terhadap variabel DPK baik di level 1%, 5%, maupun 10%. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa perubahan jumlah cadangan uang bank syariah yang direpresentasikan oleh variabel DPK tidak memberikan reaksi terhadap perubahan tingkat bonus SBIS yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Dalam transmisi kebijakan moneter jalur pembiayaan, interaksi antara bank sentral dan bank umum digambarkan melalui perubahan jumlah cadangan uang bank umum akibat diterapkannya suatu kebijakan moneter, baik kebijakan longgar maupun ketat. Perubahan cadangan ini kemudian berdampak pada jumlah pinjaman baru yang akan disalurkan oleh bank umum (Mishkin, 2004). Berdasarkan pemikiran ini, dapat disebutkan bahwa penelitian tidak menemukan adanya peran bank syariah dalam mekanisme transmisi jalur pembiayaan.

E. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peran bank syariah dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia yang didasarkan pada analisis jalur pembiayaan bank. Variabel yang mewakili bank syariah (bank umum syariah dan unit usaha syariah) adalah DPK dan Pembiayaan (FIN). Variabel yang mewakili kebijakan moneter syariah adalah SBIS dan sasaran akhir transmisi menggunakan proksi IPI yang merepresentasikan tingkat pertumbuhan ekonomi bulanan.

Hasil estimasi VECM menunjukkan bahwa kebijakan moneter syariah dan bank syariah berpengaruh signifikan terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi. Tingkat bonus SBIS menunjukkan perubahan arah kebijakan Bank Indonesia (longgar atau ketat) sedangkan bank syariah berfungsi menyalurkan pembiayaan ke sirkulasi. Namun, hasil estimasi juga menunjukkan bahwa variabel SBIS tidak berpengaruh signifikan terhadap DPK. Hasil ini memberikan indikasi bahwa jumlah cadangan uang bank syariah tidak dipengaruhi oleh perubahan kebijakan moneter, sehingga penelitian tidak menemukan adanya peran bank syariah dalam mekanisme transmisi jalur pembiayaan.



REFERENSI

- Ascarya. 2012. *Alur Transmisi dan Efektifitas Kebijakan Moneter Ganda Di Indonesia*. Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan Vo. 14 No 3.
- Ayuniyyah, Q., Achsani, N., dan Ascarya. 2010. *Analisis Pengaruh Instrumen Moneter Syariah dan Konvensional Terhadap Pertumbuhan Sektor Riil di Indonesia*. Published in Iqtisodia Jurnal Ekonomi Islam Republika, August 26, pp.6.
- Ayuniyyah, Q., Beik, I., andArsyianti, L. 2013. *Dynamic Analysis of Islamic Bank and Monetary Instrument towards Real Output and Inflation in Indonesia*. Proceeding of Sharia Economics Conference, Hannover, pp 154-162.
- Bayuni, E.M.,dan Ascarya. 2010. *Analisis Pengaruh Instrumen Moneter Terhadap Stabilitas Besaran Moneter dalam Sistem Moneter Ganda Di Indonesia*. TAZKIA Islamic Finance & Business Review Vol. 5 No.1.
- Enders, W. 2014. *Applied Econometric Time Series 4th Edition*. USA: Wiley & Sons Inc.
- Gujarati, D. 2004. *Basic Econometrics, 4th Edition*. New York: McGraw-Hill.
- Hasin, Z.,and Majid, S.A. 2015. *The importance of the Islamic banks in the monetary transmission mechanism in Malaysia*. Bloomsbury Qatar Foundation Journals Vol 2, pp. 97-110.
- Herianingrum, S., and Syapriatama, I. 2016. *Dual Monetary System and Macroeconomic Performance in Indonesia*. Al-Iqtishad Journal of Islamic Economics Vol. 8 No.1., pp. 65-80.
- Khan, M.S.,and Mirakhor, A. 1994. *Monetary Management in an Islamic Economy*. J. KAU: Islamic Econ., Vol. 6, pp. 3-21.
- Kiaee, H. 2007. *Monetary Policy In Islamic Economic Framework: Case of Islamic Republic of Iran*. MPRA Paper No. 4837.
- Mishkin, F.S. 1995. *Symposium On The Monetary Transmission Mechanism*. JournalOfEconomicsPerspectives, Vol. 9, No. 4, pp. 3-10.
- Mishkin, F.S. 2004. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets 7th edition*. USA: The Addison-Wesley Series.
- Rosidi, A. 2000. *Industrial Production Index Wholesale / Producer Price Index Consumer Price Index Of Indonesia*. Country Paper for the Joint OECD / ESCAP Workshop on Key Economic Indicators.
- Sanegro, Y., and Rusydiana, A.S. 2014. *Transmission Mechanism In Dual Monetary System: Comparison Between Shariah And Conventional Monetary System*. Journal Of Islamic Economics, Banking, And Finances, Vol. 9, No. 2, pp. 27-44.
- Sukmana, R. 2015. *Economic Sectors Sensivity to Islamic and Conventional Monetary Instrument: Case Study*



- in Indonesia*. Bloomsbury Qatar Foundation Journals Vol 2, pp. 111-120.
- Sukmana, R. & Kassim, S. H. (2010). *Roles of The Islamic Banks In The Monetary Transmission Process In Malaysia*. International Journal Of Islamic And Middle Eastern Finance And Management, Vol. 3, No. 1, pp 7-19.
- Warjiyo, P. 2004. *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia*. PPSK Bank Indonesia, Seri Kebansentralan No. 11.
- Wooldridge, J.M. 2009. *Introductory Econometrics 4th Edition*. Canada: South-Western Cengage Learning.